

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 2013 年 6 月 10 日現在

機関番号：33914

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2011～2012

課題番号：23830097

研究課題名（和文）日本企業のペイアウト政策にコーポレート・ガバナンスが与える影響

研究課題名（英文）The Effect of Corporate Governance on Payout Policy in Japan

研究代表者

佐々木 寿記 (SASAKI TOSHINORI)

名古屋商科大学・商学部・講師

研究者番号：10609738

研究成果の概要（和文）：日本企業のペイアウト政策にコーポレート・ガバナンス(株主構成)をはじめとする様々な要因が与える影響について実証分析を行った。1 つめの論文ではペイアウト政策に企業の現金保有や株主構成が与える影響について分析を行い、2 つめでは、企業のライフサイクルと株主構成がペイアウト政策に与える影響、3 つめでは企業の賃金・雇用と株主構成がペイアウト政策に与える影響を検証している。いずれの研究でも、これまでは明らかとなっていなかった新たな発見が得られた。

研究成果の概要（英文）：I have conducted an empirical analysis of the impact of various factors, including corporate governance in payout policy of Japanese companies. First, I investigated the effect of ownership structure and cash holdings on the payout policy. Next, I investigated the effect of ownership structure and life cycle of the firm on the payout policy, and finally, I investigated the effect of wages, labors and ownership structure on the payout policy.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2011 年度	900000	270000	1170000
2012 年度	500000	150000	650000
年度			
年度			
年度			
総計	1400000	420000	1820000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学、商学

キーワード：配当、自社株買い、ペイアウト政策、コーポレート・ガバナンス、賃金・雇用、現金保有

### 1. 研究開始当初の背景

コーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係については、多くの研究が行われてきたが、コーポレート・ガバナンスについては株主構成のみに注目した論文が多く、取締役会や敵対的買収にも注目した研究は、特に日本においてはほとんど存在していない。ゆえに、本研究課題を設定した。

### 2. 研究の目的

コーポレート・ガバナンスについては取締役会だけに注目した研究や株主構成の違いだけに注目した研究が主流であり、本研究では、取締役会・株主構成・敵対的買収の脅威といった複数の要素を同時に考慮するほか、ペイアウト政策についても、近年解禁された自社株買いも分析対象に加えているなどの

改良を試みた。

### 3. 研究の方法

(1) 取締役会や敵対的買収に関するデータ収集に難航したため、研究方針を転換し、ペイアウト政策に影響を与える様々な要素を検証することを中心テーマとし、コーポレート・ガバナンスについては株主構成をメインに扱うことにした。

(2) 分析に必要な各種データや統計ソフト、パソコンは科研費で購入し、大規模なデータによる統計学的検証を行った。検証過程では適宜、研究会や学会で報告を行い、外部からの意見も取り入れるようにした

### 4. 研究成果

(1) 現金保有とペイアウト政策に関する研究では、リーマンショック前後の期間に焦点を当て、リーマンショックがわが国企業の現金保有とペイアウト政策に与えた影響を検証している。

①まず、2003年度～2011年度の3月期決算の全上場企業（金融系は除く）を対象に、企業の現金保有とペイアウト金額の推移について概観した。その結果、2008年9月のリーマンショック以前は配当総額、自社株買い額ともに増加傾向にある一方、現金保有比率に若干の減少傾向が見られたのに対し、リーマンショック後は現金保有比率が大きく上昇する一方で、配当・自社株買い額はともに大きく減少していることが明らかとなった。これらの結果は、企業がリーマンショック直後の経済情勢の不安定化に備え、現金保有量を増加させる一方で、株主へのペイアウトを抑制したことを示唆している。

②また、現金保有とペイアウトが企業価値に与える影響がリーマンショック前後でどう変化したかについて分析を行うことで、リーマンショック前後の企業の現金保有・ペイアウト政策に対する市場の評価および、その妥当性を検証したところ、ペイアウトについてはリーマンショックの前後を通じて、投資家から一定のプラス評価を得ている一方で、リーマンショック後の現金保有は投資家から全く評価されていないことが明らかとなった。

なお、現金保有に対する投資家の評価については、コーポレート・ガバナンスの強弱によっても変わってくるのが本稿から明らかとなっており、機関投資家持分比率が高く、経営者による余剰資金の搾取が起きにくいと考えられる企業ではリーマンショック後も現金がプラス評価を受けていた。これらの結果は、投資家はリーマンショック後のわが国企業の現金保有を過剰と捉え、経営者による過剰投資や現金の搾取の可能性を危惧し

ていることを示唆している。

③また、企業が抱える現金がペイアウト金額に回っているのか否かについて、企業特性の違いもコントロールした回帰分析を行ったところ、近年のわが国企業の現金保有の増加がペイアウトには回っていないことが確認された。ただし、機関投資家持分比率が高い企業では現金保有とペイアウトの間に正の関係が見られており、ガバナンスの強弱が現金保有やペイアウト政策に影響を与えることが、ここでも確認されている。

(2) 企業のライフサイクルとペイアウト政策に関する研究では、企業が成熟するほど、配当が増えるという配当のライフサイクル仮説がわが国企業でも当てはまるのか否かを検証した。

①配当のライフサイクル仮説とは、配当の実施によるコストと便益の大小関係が企業の成長段階に応じて変化する結果、最適な配当政策が異なってくるという仮説であり、配当の実施によるコストは情報の非対称性による過少投資の問題から、配当の便益についてはフリーキャッシュフロー仮説によって説明される。まず、ライフサイクルの初期段階に当たる設立当初の企業では、経営者の株式持分が大きいため、外部株主とのエージェンシー問題は生じにくいというのに、当面の収益性は低いが、成長性が高いため Jensen (1986) が提起したフリーキャッシュフロー問題は生じにくい。一方で、豊富な投資機会を実行するために資金需要が高いにもかかわらず、知名度の低さや企業についての情報が行き渡っていないなどの理由で、情報の非対称性の程度が激しく、市場を通じた外部資金調達に困難である (Myers and Majluf (1984))。ゆえに配当実施のコストが配当実施の便益を上回り、配当が抑えられる。

ところが、ライフサイクルステージが進み企業が成熟してくると、市場での情報の非対称性が和らぎ、資本市場を通じた資金調達が容易になる一方で、設立当初よりも投資機会が相対的に少なくなることが多いというのに、既存事業から豊富な収益が上がるようになり、結果として多額のフリーキャッシュフローが企業内に蓄積されるようになる。そのため、フリーキャッシュフロー問題が深刻化してくるため、成熟企業ではフリーキャッシュフロー問題を解決するために配当の形で積極的に株主に利益還元させようとする力が働く。つまり、配当のコストより配当の便益が上回り、多くの配当が行われるという仮説である。なお、企業の成熟度合いについては、過去の先行研究を基に、利益剰余金比率と企業のシステマティックリスクを代理変数として用いた。

②本稿ではまずはライフサイクル仮説の

基本的予測である、企業の成熟度合いに応じて企業が支払う配当金額が高まるのか否かという仮説を検証をしたところ、仮説の予想通り、企業が成熟していくにつれて、企業が支払う配当額が増えていることが明らかとなった。

③また、この結果や企業が直面しているエージェンシーコストの大きさや情報の非対称性の程度によっても変わってくるのが予想されたため、それらに関する追加検証も本稿では行っている。まず、エージェンシーコストの程度については、株主によるモニタリングの程度によって変化することが考えられたため、機関投資家持分比率を代理変数として用いた。そして、交差項による検証の結果、機関投資家持分比率が高い企業では、それ以外の企業に比べて、利益剰余金比率やシステムティックリスクと配当額の相関がより強まっていることが明らかとなった。この結果は、配当の実施を拒む利己的な経営者に配当を実施させるための強制力として機関投資家によるモニタリングが必要であるという予想と一致する結果となっている。

④最後に、情報の非対称性の程度が配当と企業のライフサイクルの関係に与える影響については、情報の非対称性が高いがために資金調達コストが高いと予想されると予想されていた。情報の非対称性の代理変数として企業の非システムティックリスクを用いて検証を行ったところ、情報の非対称性の程度が多き企業ほど、配当の実施金額が小さい傾向にあることが示され、この点についても仮説の予想通りの結果が得られたといえる。

(3) 賃金・雇用・配当政策の相互関係に関する論文では企業が抱える各ステークホルダー間の利害調整問題のなかでも、特に株主と従業員の間での利害調整の問題に焦点を当て、配当額と賃金・雇用調整の関係について分析を行った。これまでの先行研究では、株主と従業員の間での利害対立はほとんど研究が蓄積されておらず、また、配当と賃金と雇用という三者間の関係性を同時に検証した研究も本稿が初の試みであり、本稿の大きな貢献の一つとなっている。

①本稿では過去の先行研究や最近の新聞報道などから、株主と従業員は利益や損失を互いに共有する傾向にあり、配当額と賃金・雇用調整は互いに正の相関を持っているという仮説を設定した。分析の際には、配当や賃金・雇用が同時に決められているという可能性のもと、三段階最小二乗法による同時方程式モデルで3者の互いの影響を検証している。そして分析の結果、全企業で見た場合、配当額は賃金や雇用から正の影響を受けていることや、雇用は配当額から正の影響を受

けていることが判明し、配当と雇用の関係を見る限りは、株主と従業員が損失だけではなく、利益をも共有していることが明らかになったといえる。しかし、配当や雇用が賃金に与える効果については確認されておらず、企業内での意思決定の順番としては、初めに賃金が独立的に決められた後で、配当や雇用が決められているという可能性が示唆されている。

②また、本稿で設定した仮説とは別に、企業の持続的な業績悪化や株主構成の違いという、配当額と賃金・雇用調整の関係に影響しうる2つの要因についても追加的な検証も行った。持続的な業績悪化に注目した理由は、企業業績が悪化した時はそれ以外の時と比べて、株主と従業員の間での利害対立が激しくなると一般的には考えられており、全企業を対象とした分析だけでは、株主と従業員は利益は共有するが損失は相手に押し付けたり、損失は共有するが利益は自分が独占しているという可能性も排除できていないためである。

③次に、株主構成の違いに注目した理由について述べる。本稿では、先行研究などの結果も踏まえて、あくまで、株主と従業員は利益や損失をシェアしており、賃金を減らす一方で増配を選択するといったような、相手を犠牲にしたうえで自らを利するような行為はとらないと予想しており、事実、それを裏付ける証拠も得られているが、そのことは株主と従業員の間での利害対立が完全に存在していないということを意味するものではなく、株主と従業員の力関係の違いによって配当・賃金・雇用の関係が若干、変化する可能性を否定できたわけではない。事実、先行研究によっては外国人持分比率が高く、取締役会改革が行われている企業と、そうではない企業では、配当削減と雇用削減の選択確率に差が生じていることが報告されており、株主の力が強い企業とそうではない企業では、株主構成の違いにより配当額と賃金・雇用調整の関係が異なってくる可能性は十分に考えられたためである。ゆえに本稿ではこの可能性を考慮に入れ、株主構成の中でも特に外国人持分比率に注目し、追加検証を行った。

④以上のことから、本稿では持続的な業績悪化の有無と外国人持分比率の高低により、それぞれ2つのグループに企業を分割し、分析を行った。その結果、どちらの企業グループでも株主と従業員は基本的には協調関係にあり、利益や損失を共有している傾向が示された一方で、業績悪化時には株主の負担が相対的に増すことや、株主の力が強い時には配当が独立に決められること、また、赤字の有無や株主の力の強弱にかかわらず、賃金は常に配当額とは独立に決められていることなど、その協調関係は完全なモノではなく、

株主と従業員の間での利害の対立が全く存在していないわけではないことも明らかとなった。

⑤本稿で得られた、これらの結果は株主と経営者だけでなく、従業員という、これまでのペイアウト政策に関する研究ではあまり注目を受けてこなかったステークホルダーも含めた、より広い視点からペイアウト政策を捉えることの重要性を示唆しているといえる。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 1 件)

①佐々木寿記、企業の現金保有とペイアウト政策の関係、証券アナリストジャーナル、査読無、Vol. 51、No. 6、2013、pp. 26-35

[学会発表] (計 1 件)

①佐々木寿記・花枝英樹、人的資本と配当政策、日本経営財務研究学会、2012年10月6～7日、専修大学生田キャンパス

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

佐々木 寿記 (SASAKI TOSHINORI)

名古屋商科大学・商学部・講師

研究者番号：10609738

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：